



*Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho
Mercantil*

2014/85

Febrero 2014

**LAS ACCIONES DE GESTIÓN DE INSTRUMENTOS HÍBRIDOS
DE CAPITAL Y DEUDA SUBORDINADA**

Alberto Javier Tapia Hermida

Departamento de Derecho Mercantil. Facultad de Derecho.
Universidad Complutense.
Ciudad Universitaria s/n.
28040 Madrid
00 34 -913 94 54 93
E-mail: Alberto Javier Tapia Hermida: alberto.tapia.hermida@der.ucm.es
<http://www.ucm.es/dep-derecho-mercantil/>

Documento depositado en el archivo institucional EPrints Complutense
<http://eprints.ucm.es/>

Copyright © 2014 Por el autor

LAS ACCIONES DE GESTIÓN DE INSTRUMENTOS HÍBRIDOS **DE CAPITAL Y DEUDA SUBORDINADA**¹

Alberto J. Tapia **

RESUMEN: Las acciones de gestión de instrumentos híbridos de capital y deuda subordinada emitidos por las entidades de crédito sometidas a procesos de reestructuración o resolución se justifica por la necesidad de que sus titulares asuman su cuota-parte del coste público del rescate, reduciendo la carga que debe soportar el contribuyente, mediante ejercicios voluntarios y, en su caso, obligatorios de la denominada “responsabilidad subordinada”. La insuficiencia de las acciones voluntarias de gestión de instrumentos híbridos de capital y deuda subordinada ha conducido a la imposición de acciones obligatorias por el FROB, cuyo carácter imperativo producirá sus efectos sobre la posición jurídica del propio FROB que las adopta, la de las entidades de crédito emisoras de aquellos instrumentos y la de los inversores que los adquirieron. La elección por el FROB de las medidas de gestión de instrumentos híbridos de capital y deuda subordinada deberá venir precedida de una valoración por su parte de su idoneidad y contenido conforme a los criterios legalmente establecidos. Las acciones de gestión de instrumentos híbridos de capital y deuda subordinada pueden implicar, básicamente, la modificación de las condiciones de emisión o su recompra por la entidad emisora, al precio fijado por el FROB conforme a los criterios legalmente establecidos, y la obligatoria reinversión de los fondos recibidos por parte de sus titulares en acciones u obligaciones de la entidad de crédito rescatada. La necesaria efectividad de las acciones de gestión de instrumentos híbridos de capital y deuda subordinada –con el consiguiente reparto del coste del rescate y la minimización del impacto sobre los contribuyentes- exige la limitación de los derechos habituales de sus titulares o de terceros.

¹ Este estudio se basa en la ponencia “*Acciones obligatorias de gestión de instrumentos híbridos por el FROB*” en la Cuarta mesa redonda: “*Instrumentos de apoyo financiero, gestión de híbridos y subordinada y protección del inversor*”. En el Congreso “*Las Cajas de Ahorros y la Prevención y Tratamiento de la Crisis de las Entidades de Crédito*”, organizado por el Departamento de Derecho Mercantil, con apoyo en el Proyecto de Investigación DER2011-27036 (MINECO) *La reforma del régimen jurídico de las cajas de ahorros y otros aspectos del mercado del crédito en el marco de la crisis económica y financiera*. Facultad de Derecho de la UCM, 7 de febrero de 2014.

** Catedrático (Acreditado) de Derecho mercantil. Facultad de Derecho. Universidad Complutense de Madrid.

Palabras clave: Planes de reestructuración, planes de resolución, responsabilidad subordinada, instrumentos híbridos de capital, deuda subordinada, acciones de gestión de instrumentos híbridos de capital y deuda subordinada.

ABSTRACT: Management actions of hybrid capital instruments and subordinated debt issued by credit entities subject to restructuring or resolution is justified by the need to take their shareholders the public cost of the bailout, reducing the burden should support the taxpayer by voluntary exercises and, where appropriate, required for the so-called "subordinate responsibility." The failure of voluntary management actions hybrid capital instruments and subordinated debt has led to the imposition of mandatory actions by the FROB. The mandatory take effect on the legal position of the FROB, the credit entities issuers of those instruments and the investors who bought them. The choice by the FROB of management measures of hybrid capital instruments and subordinated debt should be accompanied by an assessment of their suitability and content according to the legally established criteria. Management actions of subordinated hybrid capital and debt instruments may involve basically changing the terms of issue or repurchase by the issuer, the price set by the FROB accordance with the legally established criteria and mandatory reinvestment funds received by holders of shares or obligations of the credit institution rescued. The required effectiveness of management actions hybrid capital instruments and subordinated debt, with consequent cost sharing rescue and minimizing the impact on taxpayers, requires limiting the usual rights of the owners or others.

Key words: Restructuring plans, resolution plans, subordinated liability, hybrid capital instruments, subordinated debt, management actions of hybrid capital instruments and subordinated debt.

SUMARIO:

I. FINALIDAD.....	5
II. CONTEXTO.....	7
III. NOCIÓN DE INSTRUMENTOS HÍBRIDOS.....	8
IV. ACCIONES DE GESTIÓN DE INSTRUMENTOS HÍBRIDOS VOLUNTARIAS.	10
A) Carácter voluntario.....	10
B) Tipos de acciones.....	10
C) Valoración de los instrumentos híbridos y de la deuda subordinada.	11
D) Publicidad y efectividad de las acciones.....	11
V. ACCIONES DE GESTIÓN DE INSTRUMENTOS HÍBRIDOS OBLIGATORIAS POR EL FROB.	12
A) Carácter obligatorio.	12
B) Tipos de acciones.....	15
C) Valoración por el FROB del contenido e idoneidad de las acciones de gestión de los instrumentos híbridos y de la deuda subordinada. .	19
D) Publicidad y efectividad de las acciones.....	20
E) Blindaje de las acciones.	20
1. Respecto de los derechos de los inversores afectados.....	21
2. Respecto de los derechos de terceros.	23
F) Régimen sancionador.....	24
VI. CONCLUSIONES.	24

I. FINALIDAD.

El origen de las acciones de gestión de instrumentos híbridos de capital y de deuda subordinada que regula el Capítulo VII (arts. 39 a 51) de la Ley 9/1992, de 14 de noviembre, de reestructuración y resolución de entidades de crédito² se encuentra en el Memorando de Entendimiento sobre condiciones de Política Sectorial Financiera, hecho en Bruselas y Madrid el 23 de julio de 2012³ que - en su apartado IV, dedicado al “*Restablecimiento y fortalecimiento de la solidez de los bancos españoles: Condicionalidad centrada en los bancos*”, y, en concreto, en su epígrafe sobre el “*Reparto de la carga*”- decía que, para aligerar la carga que la reestructuración bancaria suponía para el contribuyente en general, se aplicarían medidas para repartir aquella –pesada- carga entre los titulares del capital híbrido y los de la deuda subordinada de las entidades de crédito que recibieran ayuda pública, introduciendo ejercicios voluntarios y, en su caso, obligatorios de la denominada “responsabilidad subordinada”⁴. Estos ejercicios se concretan en operaciones de conversión de instrumentos híbridos y subordinados en deuda preferente o en recursos propios⁵. En definitiva, se buscaba que determinados acreedores de las entidades rescatadas debían asumir su cuota-parte de responsabilidad en el rescate capitalizando sus deudas o postergando sus derechos a cobrar intereses y a amortizarlas.

En consecuencia, partiendo del principio de que los accionistas y los acreedores de las entidades de crédito rescatadas han de sufragar los gastos de la reestructuración o resolución, antes que los contribuyentes, en virtud de un principio evidente de responsabilidad y de asunción de riesgos (Preámbulo IV), la finalidad general que buscan las acciones de gestión de los instrumentos híbridos consiste en asegurar un adecuado reparto de los costes de reestructuración o de resolución de la entidad de crédito emisora conforme a la normativa en materia de

² A esta Ley y al marco regulatorio general de la reforma de nuestro sistema financiero se refería SANCHEZ-CALERO GUILARTE, J., “Aspectos jurídicos fundamentales de la reforma del sistema financiero”, en Anales de la Academia Matritense del Notariado, Tomo LIII, 21 de febrero de 2013, pág.461 y ss.

³ Ver también el Acuerdo Marco de Asistencia Financiera, hecho en Madrid y Luxemburgo el 24 de julio de 2012 en el mismo BOE nº 296, del lunes, 10 de diciembre de 2012.

⁴ En particular, el apartado 17 del Memorando decía: “*Se adoptarán medidas a fin de aligerar la carga para el contribuyente de la reestructuración bancaria. Tras asignar pérdidas a los accionistas, las autoridades españolas exigirán la aplicación de medidas para repartir la carga entre los titulares de capital híbrido y los de deuda subordinada de los bancos que reciban ayuda pública, mediante la introducción de ejercicios voluntarios y, en su caso, obligatorios de responsabilidad subordinada. Los bancos que no precisen ayuda estatal estarán exentos de cualquier ejercicio obligatorio de esta naturaleza*”.

⁵ En particular, el apartado 19 del Memorando decía: “*Los bancos con déficit de capital que precisen de ayuda pública introducirán ejercicios de responsabilidad subordinada sobre la base del marco jurídico revisado y de conformidad con las normas en materia de ayuda estatal, convirtiendo el capital híbrido y la deuda subordinada en recursos propios con ocasión de la inyección de capital público o mediante recompra con descuentos considerables*”.

ayudas de Estado de la Unión Europea y a los objetivos y principios establecidos en los arts. 3 y 4 de la Ley 9/2012 y, en particular, para proteger la estabilidad financiera y minimizar el uso de recursos públicos (art. 39.1).

Dentro del contexto general señalado y, sin perjuicio de la común finalidad de repercutir los costes del rescate, debe tomarse en consideración que las acciones de gestión de instrumentos híbridos y de deuda subordinada tendrán distinto alcance según sirvan como mecanismos para ejecutar:

a) Planes de reestructuración de entidades de crédito emisoras que se encuentren en las condiciones de viabilidad –más o menos limitada- descritas en el art. 13 de la Ley 9/1992 (planes de reestructuración regulados en el Capítulo III, arts. 13 a 18 de la Ley 9/1992)⁶.

b) Planes de resolución de entidades de crédito emisoras que se encuentren en las condiciones de inviabilidad descritas en los arts. 19 y 20 de la Ley 9/1992 (planes de resolución regulados en el Capítulo IV, arts. 19 a 34 de la Ley 9/1992)⁷. Más adelante veremos cómo, en determinados casos y a resultas de las sucesivas modificaciones de los planes de resolución de algunas entidades, se han sucedido en el tiempo sucesivas acciones de gestión en ejecución de Planes de resolución.

Sin perjuicio de que una interpretación sistemática de la Ley 9/2012 debería conducir a asociar las acciones de gestión de los instrumentos híbridos voluntarias que se regulan en la Sección 1ª del Capítulo VIII con los planes de reestructuración de entidades de crédito emisoras que se encuentren en condiciones de viabilidad y las acciones de gestión de los instrumentos híbridos obligatorias que se regulan en la Sección 2ª del Capítulo VIII con los planes de resolución de entidades de crédito emisoras que se encuentren en condiciones de

⁶ Ver las acciones de gestión de instrumentos híbridos de capital y deuda subordinada en ejecución del plan de reestructuración de Liberbank, S.A. (Resolución de 5.4.2013 de la Comisión Rectora del FROB. BOE nº 85, 09.04.2013); las acciones de recapitalización y gestión de instrumentos híbridos de capital y deuda subordinada en ejecución del plan de reestructuración de Grupo BFA-BANKIA (Resolución de 16.4.2013 de la Comisión Rectora del FROB. BOE nº 93, 18.04.2013) y las acciones de gestión de instrumentos híbridos y deuda subordinada en ejecución del plan de reestructuración de Banco Grupo Cajatres (Resolución de 27.06.2013 de la Comisión Rectora del FROB. BOE nº 155, 29.06.2013).

⁷ Ver las acciones de gestión de instrumentos híbridos y deuda subordinada en ejecución del plan de resolución de Banco de Valencia, S.A. (Resolución de 11.2.2013 de la Comisión Rectora del FROB. BOE nº 37, 12.02.2013); las acciones de recapitalización y gestión de instrumentos híbridos y deuda subordinada en ejecución del plan de resolución de Banco de Caja España de Inversiones, Salamanca y Soria, S.A. (Resolución de 16.05.2013 de la Comisión Rectora del FROB. BOE nº 119, 18.05.2013); las acciones de gestión de instrumentos híbridos y deuda subordinada en ejecución del plan de resolución de Catalunya Bank S.A. aprobado el 27 de noviembre de 2012 por el FROB y el Banco de España y el 28 de noviembre de 2012 por la Comisión Europea (Resolución de 07.06.2013 de la Comisión Rectora del FROB. BOE nº 139, 11.06.2013); y las acciones de gestión de instrumentos híbridos de capital y deuda subordinada en ejecución del Plan de Resolución de NCG Banco, S.A. aprobado el 27 de noviembre de 2012 por el FROB y el Banco de España y el 28 de noviembre de 2012 por la Comisión Europea.

inviabilidad; es lo cierto que, en la práctica, la totalidad de aquellas acciones han tenido carácter imperativo y se han ejecutado por el FROB, bien de forma originaria o bien de forma sobrevenida, por incumplimiento de los requisitos de aceptación de las acciones voluntarias por los afectados, según después veremos en detalle.

II. CONTEXTO.

Es importante constatar cómo se preserva la eficacia de las acciones de gestión de instrumentos híbridos y de deuda subordinada mediante dos mecanismos de contextualización positiva y negativa:

a) Llamamos contextualización positiva o por inclusión a la que extiende a estas acciones regímenes privilegiados y se consigue estableciendo que la aplicación de los instrumentos de resolución y las acciones de gestión de instrumentos híbridos de capital y de deuda subordinada por el FROB -con exclusión, por lo tanto, de las acciones voluntarias- tendrán la consideración de medidas de saneamiento a efectos de lo dispuesto en la Ley 6/2005, de 22 de abril, sobre saneamiento y liquidación de las entidades de crédito (apartado 3 de la Disposición Adicional Quinta de la Ley 9/2012), lo que significa que se consideran *"medidas, adoptadas por las autoridades administrativas o judiciales de un Estado miembro de la Unión Europea, encaminadas a preservar o restablecer la situación financiera de una entidad de crédito que puedan afectar a los derechos preexistentes de terceras partes, ajenas a la propia entidad, incluidas, entre otras, aquéllas que supongan la posibilidad de suspender pagos, suspender medidas de ejecución o reducir créditos"*, sin que tengan la consideración de terceras partes las personas que intervengan en el funcionamiento interno de la entidad, los administradores y los accionistas (art. 3º.1 de la Ley 6/2005), con los beneficios que se derivan de esta calificación de acuerdo con aquella Ley en términos de competencia, eficacia y ley aplicable.

b) Llamamos contextualización negativa o por exclusión a la que exceptúa estas acciones de efectos colaterales indeseables tanto para las propias acciones como para los sistemas en que se negocian y liquidan los instrumentos sobre los que recaen y se logra estableciendo que la implementación de cualquier acción de gestión de las indicadas -en cuanto que se tratan de medida o facultades adoptadas al amparo de la Ley 9/2012- no afectará al funcionamiento de los sistemas españoles de pagos y de compensación y liquidación de valores e instrumentos financieros reconocidos en virtud de la Ley 41/1999, de 12 de noviembre, incluyendo los regímenes gestionados por las entidades de contrapartida central en los términos del artículo 44 ter de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, ni en particular, a la irrevocabilidad, firmeza y validez de las órdenes de liquidación o su compensación, ni a los fondos, valores o compromisos a los que se refiere dicha Ley, ni a las garantías constituidas a favor de los gestores del sistema o las entidades participantes. Y añadiendo que tampoco afectará al ejercicio del derecho de compensación o a la ejecución de las garantías constituidas a favor del Banco de España, el Banco Central Europeo o cualquier

banco central nacional de la Unión Europea (apartado 5 de la Disposición Adicional Quinta de la Ley 9/2012).

Podemos incluir también en la contextualización negativa o por exclusión de las acciones de gestión que examinamos a la norma que exceptúa las acciones de gestión de instrumentos híbridos de capital y de deuda subordinada y a los instrumentos híbridos de capital y de deuda subordinada emitidos al objeto de canjear otros valores de este tipo emitidos con anterioridad al 31 de agosto de 2012 de los requisitos que establece la Disposición adicional decimotercera de la Ley 9/2012 para la comercialización o colocación entre clientes o inversores minoristas de emisiones de participaciones preferentes, instrumentos de deuda convertibles o financiaciones subordinadas computables como recursos propios conforme a la normativa de solvencia de entidades de crédito.

III. NOCIÓN DE INSTRUMENTOS HÍBRIDOS.

Se consideran instrumentos financieros híbridos aquellos que combinan las características típicas de la renta fija, como las obligaciones; y las de la renta variable, como las acciones; bien sea de manera permanente, como el caso de las participaciones preferentes o bien sea de manera temporal, como las obligaciones convertibles o canjeables en acciones que, en un determinado momento, mutan de la categoría de la renta fija a la de la renta variable.

Podemos incluir los instrumentos híbridos dentro del elenco de valores negociables tipificados en el apartado 1 del art. 2 de nuestra LMV en varias categorías: dentro de los valores negociables que den derecho a adquirir acciones o valores equivalentes a las acciones, por su conversión o por el ejercicio de los derechos que confieran (apartado a), de los bonos, obligaciones u otros valores análogos, representativos de la parte de un empréstito, incluidos los convertibles o canjeables (apartado c) y de las participaciones preferentes (apartado h).

Mientras mantienen esa doble naturaleza –permanente o potencial- su valoración, su calificación crediticia y su régimen jurídico reflejan su naturaleza híbrida como lo prueba, por ejemplo, el reconocimiento del derecho de suscripción preferente a los accionistas de una SA con ocasión de la emisión de obligaciones convertibles (art. 416 y 417 LSC), cosa que no sucede en el caso de emisión de obligaciones simples.

La característica decisiva a los efectos de aplicar sobre estos instrumentos híbridos las acciones de gestión previstas en el marco de la normativa sobre reestructuración del sistema financiero y, en particular, de los planes de reestructuración y de resolución de entidades de crédito reside en la computabilidad de aquellos instrumentos a los efectos de los recursos propios de las entidades rescatadas y, por ende, de su solvencia⁸ y la consiguiente obligación

⁸ Solvencia que, desde el 1 de enero de 2014, se regula en el Reglamento (UE) n.º.575/2013, de 26 de junio, sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión y por el que se modifica el Reglamento (UE) n.º.648/2012. A este Reglamento se remite el Real

de sus titulares de soportar –junto a los accionistas y a pesar de su condición parcial de acreedores- parte del coste del rescate.

Esta finalidad última explica la noción legal amplia de tales instrumentos híbridos a la hora de aplicarles las acciones de gestión que después veremos⁹. Esta amplitud se refleja en que el elenco de las emisiones de instrumentos híbridos que deben resultar afectadas tiene una redacción abierta que alcanza las participaciones preferentes¹⁰, a las obligaciones convertibles, a los bonos y obligaciones subordinadas y, en general a cualquier otra financiación subordinada, con o sin vencimiento, obtenida por la entidad de crédito. Y esta noción se amplía más aún sin añadimos que la obtención de financiación subordinada por la entidad de crédito rescatada puede haberlo sido tanto de forma directa como a través de una entidad íntegramente participada, directa o indirectamente, por aquella (art. 39.2 Ley 9/2012). En definitiva, estamos ante una noción económica funcional que busca que toda forma de financiación subordinada obtenida por una entidad de crédito rescatada mediante la emisión de valores negociables o instrumentos financieros se someta a las acciones de gestión que obligarán a los titulares de aquellos instrumentos parte del coste del rescate.

La finalidad señalada, en un contexto de circunstancias financieras cambiantes, exige atribuir al FROB grandes dosis de discrecionalidad en la aplicación de las acciones de gestión y en el ámbito de las emisiones de instrumentos híbridos afectadas¹¹. Por eso, las acciones de gestión de instrumentos híbridos de capital y de deuda subordinada podrán afectar a todas o a parte de las emisiones o financiaciones, sin perjuicio de que deberán tener en cuenta el distinto orden de prelación que puedan tener entre sí las emisiones (art. 39.3)¹².

Decreto-ley 14/2013, de 29 de noviembre. En nuestro Derecho vigente, la solvencia de las entidades de crédito se rige por la Ley 13/1985 y su abundante normativa de desarrollo reglamentario. En el futuro inmediato, se regirá por la Ley de Ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito que, en su Título II, regula la solvencia de estas entidades (v. el Proyecto de Ley en el BOCG de 14.2.2014, Serie A, núm.80-1).

⁹ Las características esenciales de estos instrumentos híbridos a los efectos de su computabilidad en los fondos propios de las entidades de crédito y empresas de inversión emisoras pueden verse en el considerando (72) y en el art.489 y concordantes del Reglamento (UE) n°.575/2013.

¹⁰ Sobre los híbridos de capital en el Derecho comparado puede verse el estudio de VILLACORTA HERNANDEZ, M.A., “Ventajas legislativas de las participaciones preferentes para convertirlas en un instrumento óptimo de financiación”, en la RDBB n° 130, 2013, pág.167 y ss. En particular, la futura Ley de Ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito, en su Disposición Adicional Primera, establecerá un nuevo régimen de computabilidad de aquellas participaciones a efectos de solvencia y fiscal (v. el Proyecto de Ley en el BOCG de 14.2.2014, Serie A, núm.80-1).

¹¹ En este sentido, el apartado IV del preámbulo de la Ley 9/2012 señala que “*corresponde al FROB acordar la aplicación de estas acciones e instrumentarlas en los términos que permite la Ley, valorando la idoneidad de su aplicación*”.

¹² A modo de ejemplo, por la importancia sistémica que tiene en nuestro mercado financiero, podemos citar el ejemplo de la Resolución de 16 de abril de 2013, de la Comisión Rectora del

IV. ACCIONES DE GESTIÓN DE INSTRUMENTOS HÍBRIDOS VOLUNTARIAS.

A) Carácter voluntario.

La Ley 9/2012 pretende que estas acciones de gestión incluidas en los planes de reestructuración o resolución sean voluntariamente adoptadas por las partes implicadas en la relación jurídica subyacente a la emisión de los instrumentos híbridos afectados y así: por una parte, dispone que la entidad de crédito emisora deberá promover las modificaciones de los términos de la emisión que faciliten las acciones previstas en su plan de reestructuración o de resolución; y, por otra parte, que aquellas medidas serán de aceptación voluntaria por parte de los inversores, aceptación que requerirá, en su caso, el consentimiento previo de los inversores para la modificación de la emisión que corresponda, conforme a lo previsto en los términos y condiciones de cada una (art. 40.2). Sin perjuicio de ello, hay que tener en cuenta que, en ocasiones, la insuficiencia de las acciones voluntarias –por falta del porcentaje mínimo de aceptación establecido en el plan de reestructuración- ha llevado a la imposición de acciones obligatorias por el FROB.

B) Tipos de acciones.

Estas acciones podrán consistir en: a) Ofertas de canje de los instrumentos híbridos por instrumentos de capital de la entidad de crédito, sean acciones, cuotas participativas o aportaciones al capital. En definitiva, se trata de convertir valores de renta –parcialmente- fija integrantes de recursos –en parte- ajenos en valores de renta variable que integren los recursos plenamente propios. B) Ofertas de recompra de los valores, ya sea mediante su abono directo en efectivo o condicionado, conforme a su valor actual, a la suscripción de acciones, cuotas participativas o aportaciones al capital de la entidad o a la reinversión del precio de recompra en algún otro producto bancario. c) Reducción del valor nominal de la deuda. d) Amortización anticipada a valor distinto del valor nominal. Como factor común, estas acciones podrán ir acompañadas de otras modificaciones de los términos de las emisiones afectadas y, en particular, de la introducción del carácter discrecional del pago de la remuneración (art. 40.1).

Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria, por la que se acuerdan acciones de recapitalización y de gestión de instrumentos híbridos y deuda subordinada en ejecución del Plan de Reestructuración de Grupo BFA-Bankia antes mencionada, que, en su Fundamento de Derecho Octavo, decía: "Y en lo que respecta a la obligación de respetar el orden de prelación de las distintas emisiones se pone de manifiesto que éste es respetado en la medida en que el acuerdo, al ejecutar las acciones de responsabilidad y reparto de la carga, distingue y dispensa distinto tratamiento a las distintas emisiones en los términos previstos en el Plan de Reestructuración, reconociendo una metodología de descuento mayor a las participaciones preferentes que a la deuda subordinada y dentro de esta última, a la perpetua frente a la emitida con vencimiento".

C) Valoración de los instrumentos híbridos y de la deuda subordinada.

Un elemento esencial en las acciones de gestión de los instrumentos consiste en ajustar su valoración y, para ello, la Ley 9/2012 se fija en los dos factores siguientes: a) El valor de mercado de aquellos valores de deuda, acreditado por la entidad de crédito emisora por un informe –como mínimo- de experto independiente. b) La aplicación de las primas o descuentos que resulten conformes con la normativa de la Unión Europea de ayudas de Estado. Adviértase el carácter discrecional y flexible del juego de ambos factores puesto que las acciones de gestión de instrumentos híbridos de capital y de deuda subordinada deberán “tener en cuenta” aquellas valoraciones (art. 41).

D) Publicidad y efectividad de las acciones.

La transparencia de acciones de gestión de instrumentos híbridos de capital y de deuda subordinada deberá abordarse, una vez aprobado el plan de reestructuración o de resolución y con suficiente antelación con respecto a su ejecución, mediante los medios siguientes (art. 42): a) Su anuncio como hecho relevante, publicado en la página web de la entidad y, en su caso, en el boletín de cotización del mercado en el que los títulos estén admitidos a negociación. b) La elaboración por la entidad de crédito y la puesta a disposición de los inversores afectados de un folleto informativo o -en el caso de que la entidad no esté obligada a elaborar aquel folleto, conforme al art. 30 bis de dicha LMV- de un documento informativo que contenga todos los datos necesarios para que los inversores afectados puedan valorar adecuadamente la conveniencia de aceptar la propuesta de la entidad.

Si la aceptación por los inversores afectados de la acción de gestión de instrumentos híbridos de capital y de deuda subordinada implica la contratación o suscripción de nuevos productos bancarios o financieros, la entidad de crédito implicada deberá diseñar un procedimiento de aceptación de la oferta que permita el cumplimiento de la normativa específica en materia de protección de inversores.

El carácter voluntario de estas acciones de gestión hace que –a diferencia de lo que veremos que ocurre con las acciones obligatorias acordadas por el FROB- se matice la aplicación de las obligaciones de las entidades que prestan servicios de inversión de evaluar la conveniencia de los instrumentos financieros que comercializan respecto de los conocimientos y experiencia de sus clientes que establece, en términos generales, el art. 79.bis.7 de la LMV y la Norma cuarta de la Circular 3/2013, de la CNMV¹³.

¹³ De tal manera que el apartado 2 de la Norma adicional de dicha Circular 3/2013, de 12 de junio, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre el desarrollo de determinadas obligaciones de información a los clientes a los que se les prestan servicios de inversión, en relación con la evaluación de la conveniencia e idoneidad de los instrumentos financieros establece: “2. Cuando las acciones de gestión de instrumentos híbridos de capital y de deuda

V. ACCIONES DE GESTIÓN DE INSTRUMENTOS HÍBRIDOS OBLIGATORIAS POR EL FROB.

A) Carácter obligatorio.

La Ley 9/2012 considera que, en determinadas circunstancias, no es suficiente dejar a la voluntad de las entidades de crédito rescatadas que emitieron en su día los instrumentos híbridos o la deuda subordinada y de los inversores que los adquirieron la adopción de una serie de acciones de gestión y, por ello, configura su adopción como un acto administrativo adoptado por el FROB¹⁴.

La experiencia nos muestra que la práctica totalidad de las acciones de gestión de instrumentos híbridos han sido obligatoriamente ejecutadas por el FROB y que la obligatoriedad de estas acciones puede ser originaria, esto es, imponerse desde el principio de la ejecución de un plan de reestructuración o resolución; o sobrevenida, esto es, deberse a la insuficiencia de las acciones voluntarias –por falta del porcentaje mínimo de aceptación establecido en el plan de reestructuración- que ha llevado a la imposición de acciones obligatorias por el FROB¹⁵

subordinada se realicen a instancias de la entidad emisora y con carácter voluntario para el inversor, la entidad podrá proponer a la CNMV que el contenido de la advertencia y el manuscrito a que se refieren las normas anterior pueda ajustarse a las especiales características de la operación que se ofrece al inversor.”

¹⁴ Ver, en este sentido, el Fundamento de Derecho Tercero de la Resolución de 11.2.2013 de la Comisión Rectora del FROB (BOE nº 37, 12.02.2013) por la que se acuerda implementar acciones de gestión de instrumentos híbridos y deuda subordinada en ejecución del plan de resolución de Banco de Valencia, S.A. También se puede ver, como ejemplo, el Fundamento de Derecho Tercero de la Resolución de 30.09.2013 de la Comisión Rectora del FROB que acordaba las acciones de gestión de instrumentos híbridos de capital y deuda subordinada y de ampliación de capital en ejecución del plan de resolución de Banco Gallego (BOE nº 235, 01.10.2013) cuando decía: *“La implementación de la acción de gestión de instrumentos híbridos de capital y de deuda subordinada se acuerda por el FROB, al amparo de las previsiones contenidas en el Plan de Resolución de Banco Gallego y con carácter de acto administrativo en uso de la facultad que le confiere el artículo 43 de la Ley 9/2012 conforme a la normativa en materia de ayudas de Estado de la Unión Europea y tratando de minimizar el uso de recursos públicos. La Ley 9/2012 ha previsto en su capítulo VII, en concordancia con las declaraciones contenidas en el MOU, dos vías distintas para llevar a cabo las acciones de gestión de híbridos, la primera, regulada en los artículos 40 a 42 tiene carácter voluntario para los inversores (artículo 40.2) y, de acuerdo con ella, tales acciones son llevadas a cabo por la propia entidad con los requisitos de publicidad establecidos en el artículo 42. Sin embargo, la Ley prevé también que estos ejercicios de responsabilidad se impongan por el FROB con carácter obligatorio, cuando así lo exija el cumplimiento del Plan de Resolución y el cumplimiento de los objetivos y principios establecidos en los artículos 3 y 4 de la Ley, regulándose en los artículos 43 a 51 de la Ley 9/2012 el alcance y condiciones de ejercicio de esta potestad.”*

¹⁵ Cabe citar como ejemplo el proceso de las acciones de gestión de híbridos de capital y deuda subordinada en ejecución del Plan de Reestructuración de Liberbank que pasó por las etapas de voluntariedad y obligatoriedad. Así, en una primera fase de voluntariedad, el Consejo de Administración de Liberbank acordó, en el marco de su Plan de Reestructuración aprobado por el Banco de España y la Comisión Europea el 19 y el 20 de diciembre de 2012 una acción voluntaria

El carácter imperativo de estas acciones se justifica en función de la consecución de los siguientes objetivos específicos (que conviven con los objetivos generales enumerados en el art. 3 que debe perseguir toda medida de reestructuración o resolución adoptada por el FROB): asegurar un reparto adecuado de los costes de la reestructuración o la resolución de las entidades de crédito, conforme a la normativa en materia de ayudas de Estado de la Unión Europea y tratando de minimizar el uso de los recursos públicos; o preservar o restaurar la posición financiera de las entidades de crédito que reciban apoyo financiero del FROB.

El carácter imperativo de estas acciones se proyecta en la posición jurídica del FROB que las adopta, en la de las entidades de crédito emisoras de aquellos instrumentos y en la de los inversores que los adquirieron. En efecto:

1. En cuanto al FROB, acordará y aprobará la acción con carácter de acto administrativo y la remitirá, junto a una memoria con las razones que justifican su adopción, al Banco de España (arts. 43 y 46). En la práctica, las acciones de gestión de instrumentos híbridos adoptadas por el FROB se han realizado de manera conjunta con las acciones de recapitalización y en ejercicio de sus facultades administrativas consignadas en el art. 64 de la Ley 9/2012¹⁶. Como ejemplo, podemos citar la Resolución de 16 de abril de 2013, de la Comisión Rectora del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria, por la que se acuerdan

de gestión consistente en la Oferta de Recompra en efectivo por la entidad dirigida a los titulares de instrumentos híbridos y deuda subordinada con la obligación de éstos de reinvertir el efectivo recibido en acciones de nueva emisión de la entidad o en una combinación de acciones y obligaciones contingentemente convertibles de nueva emisión (ver el hecho relevante comunicado a la CNMV el 8.3.2013 y la Comunicación de la CNMV de 13.3.2013) anunciando que “La CNMV autoriza el folleto de canje de híbridos de Liberbank como paso previo a la salida a Bolsa”). Dado que las acciones voluntarias no alcanzaron el porcentaje de aceptación del 90% exigido en el Plan de Reestructuración, se pasó a la segunda fase obligatoria de acciones de gestión implementadas por Resolución de la Comisión Rectora del FROB de 5 de abril de 2013 (BOE nº 85, de 9.4.2013). También cabe mencionar la Resolución de 27 de junio de 2013, de la Comisión Rectora del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria, por la que se acuerdan acciones de gestión de instrumentos híbridos y deuda subordinada en ejecución del Plan de Reestructuración de Banco Grupo Cajatres, SA. que, en su Fundamento de Derecho Segundo, decía: “*En este sentido, el plan de reestructuración y la Decisión prevén que con carácter previo deberá seguirse un ejercicio de gestión voluntaria de instrumentos híbridos de capital y deuda subordinada, y que para el supuesto de que no se obtuviese un resultado suficiente para generar el objetivo de treinta y seis millones de euros (36.000.000 €) de recursos propios básicos (Core Tier 1), cifra que requiere una casi plena aceptación entre los tenedores de los valores objeto del ejercicio, el FROB adoptaría las medidas necesarias para asegurar una acción de gestión de híbridos de capital y de deuda subordinada obligatoria sobre los tenedores de dichos valores*”.

¹⁶ En concreto, sus apartados d) y e) se refieren a “d) Realizar operaciones de aumento o reducción de capital, y de emisión y amortización total o parcial de obligaciones, cuotas participativas y cualesquiera otros valores o instrumentos financieros, así como las modificaciones estatutarias relacionadas con estas operaciones, pudiendo determinar la exclusión del derecho de suscripción preferente en los aumentos de capital y en la emisión de obligaciones convertibles, incluso en los supuestos previstos en el artículo 343 de la Ley de Sociedades de Capital, o emisión de cuotas participativas” y a “e) Realizar acciones de gestión de instrumentos híbridos de capital y de deuda subordinada.”

acciones de recapitalización y de gestión de instrumentos híbridos y deuda subordinada en ejecución del Plan de Reestructuración de Grupo BFA-Bankia, aprobado el 27 de noviembre de 2012 por el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria y el Banco de España y el 28 de noviembre de 2012 por la Comisión Europea¹⁷.

2. En cuanto a la entidad de crédito a quien se dirija la acción de gestión, estas acciones serán vinculantes no solo para ella, sino también para las entidades íntegramente participadas de forma directa o indirecta a través de las cuales se haya realizado la emisión (art. 43.2).

3. En cuanto a los inversores titulares de los instrumentos híbridos de capital y de deuda subordinada, las acciones de gestión también les vincularán (art. 43.2)¹⁸. Lo que supone que ellos también soportarán su cuota-parte de la carga del rescate de la entidad emisora¹⁹. Este carácter obligatorio y vinculante para los inversores

¹⁷ El Fundamento de Derecho Primero, dice: “En este contexto, y como se justifica en los fundamentos siguientes, procede, en este momento, adoptar los siguientes instrumentos de reestructuración: – Reducción del capital social mediante la reducción del valor nominal de las acciones a un céntimo de euro (0,01 €) y la modificación estatutaria consistente en aumentar el valor nominal de las acciones mediante la agrupación de las mismas (contrasplit). – Amortización anticipada total de las obligaciones convertibles contingentes emitidas por «Bankia, S. A.», en ejecución de la Resolución de la Comisión Rectora del FROB de fecha 26 de diciembre de 2012, cuya eficacia queda condicionada y deberá ser simultánea a la suscripción de la ampliación de capital por parte de BFA a la que se refiere el punto siguiente. – Aumento de capital con derecho de suscripción preferente hasta diez mil setecientos millones de euros (10.700.000.000 €). – Acciones de gestión de instrumentos híbridos de capital y deuda subordinada. La ejecución de estas operaciones se efectúa por el FROB en el ejercicio de las facultades administrativas que el artículo 64 de la Ley 9/2012 le atribuye para el cumplimiento de sus funciones encomendadas, pues su implementación no es posible (acciones de gestión de híbridos, reducción de capital tomando como referencia la valoración económica de la Ley 9/2012) mediante los distintos acuerdos societarios en el marco de la legislación mercantil y cualquier otra alternativa podría perjudicar a la plena recapitalización de la entidad”.

¹⁸ A esta vinculación tanto de la entidad de crédito afectada, como de los titulares de los instrumentos por ella emitidos se refería expresamente el Fundamento de Derecho Tercero de la Resolución de 11.2.2013 de la Comisión Rectora del FROB (BOE nº 37, 12.02.2013) por la que se acuerda implementar acciones de gestión de instrumentos híbridos y deuda subordinada en ejecución del plan de resolución de Banco de Valencia, S.A.

¹⁹ En este sentido, el Fundamento de Derecho Tercero de la Resolución de 30.09.2013 de la Comisión Rectora del FROB que acordaba las acciones de gestión de instrumentos híbridos de capital y deuda subordinada y de ampliación de capital en ejecución del plan de resolución de Banco Gallego (BOE nº 235, 01.10.2013) decía: “Así, de acuerdo con lo establecido en el Plan de Resolución de Banco Gallego y el Term Sheet, la carga que deberá ser soportada por los titulares de instrumentos híbridos de capital y de deuda subordinada, se determina en base a lo expuesto a continuación: (i) En primer lugar, los instrumentos híbridos y la deuda subordinada serán recomprados o, en su caso, modificados por Banco Gallego conforme a la metodología para la conversión de dichos títulos establecida en el Term Sheet, la cual parte del cálculo del valor razonable de los diferentes instrumentos financieros, que se basa en el valor actual neto («VAN») de los mismos y que se recoge más adelante, la cual implica importantes descuentos sobre el valor nominal de los instrumentos. (...) (ii) En segundo lugar, el precio de recompra de las Participaciones Preferentes deberá reinvertirse de forma obligatoria en deuda senior de Banco Gallego de nueva emisión. En el caso de las obligaciones subordinadas (tanto con vencimiento

afectados hace que se excluya la aplicación – por parte de las entidades que prestan servicios de inversión - de las obligaciones de evaluación de la conveniencia de los instrumentos financieros que comercializan a los conocimientos y experiencia de sus clientes que establece, en términos generales, el art. 79.bis.7 de la LMV y la Norma cuarta de la Circular 3/2013, de la CNMV²⁰.

La defensa del interés público lleva a excluir expresamente de este carácter imperativo a las acciones de gestión que tengan por objeto los instrumentos híbridos de capital y de deuda subordinada u otras financiaciones subordinadas que el FROB hubiera suscrito, adquirido u otorgado directa o indirectamente; siempre y cuando dichas acciones de gestión tengan por objeto asegurar un reparto adecuado de los costes de reestructuración o resolución (art. 43.3).

B) Tipos de acciones.

El primer paso para la adopción concreta de las acciones de gestión obligatorias de los instrumentos financieros por el FROB consiste en la determinación por éste de las emisiones o partidas de instrumentos híbridos de capital y de deuda subordinada afectadas. En dicha delimitación el FROB deberá respetar dos tipos de criterios: a) En cuanto a las emisiones, el orden de prelación que puedan tener entre sí, independientemente del momento temporal en que estas se hayan producido. b) En cuanto a las pérdidas, no se podrán imputar proporcionalmente más pérdidas a los titulares de valores que tengan mejor rango que otros, y en cualquier caso, será preciso que los accionistas, cuotapartícipes o socios de la entidad de crédito hayan asumido pérdidas hasta donde fuera posible (art. 44.1).

Una vez determinado el ámbito objetivo de las acciones de gestión, el FROB deberá optar por aplicar una o varias de las medidas siguientes (art. 44.2):

1. El aplazamiento, la suspensión, la eliminación o modificación de determinados derechos, obligaciones, términos y condiciones de todas o alguna de las emisiones de instrumentos híbridos de capital y de deuda subordinada de la entidad. En particular, estas modificaciones podrán afectar, entre otros, al pago de intereses, al reembolso del principal, a los supuestos de incumplimiento, a la fecha de

como sin vencimiento) se procederá a la modificación de la emisión original en los términos que se acuerdan más adelante”.

²⁰ De tal manera que el apartado 1 de la Norma adicional de dicha Circular 3/2013, de 12 de junio, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre el desarrollo de determinadas obligaciones de información a los clientes a los que se les prestan servicios de inversión, en relación con la evaluación de la conveniencia e idoneidad de los instrumentos financieros establece: “1. Cuando el FROB acuerde la realización de acciones de gestión de instrumentos híbridos de capital y de deuda subordinada de las previstas en la Ley 9/2012, de 14 de noviembre, de reestructuración y resolución de entidades de crédito, no resultarán de aplicación las obligaciones de evaluación de la conveniencia previstas en el artículo 79 bis, apartado 7, de la Ley 24/1988, de 28 de julio, debido a su carácter vinculante y a que no es necesario el consentimiento previo de los inversores.”

vencimiento, a los derechos individuales o colectivos de los inversores (en concreto, al derecho de solicitar la declaración de un incumplimiento y al derecho a exigir cualquier pago relacionado con los valores).

2. La obligación de la entidad de recomprar los valores afectados al precio que determine el FROB, que estará facultado para diseñar el procedimiento de recompra. En lo que se refiere al elemento esencial del precio de la recompra, se establecen tres previsiones: a) La primera señala un valor máximo en el sentido de que el precio de recompra total de cada una de las emisiones no podrá exceder de su valor de mercado y las primas o descuentos que sean conformes con la normativa de la Unión Europea en materia de ayudas de Estado. b) La segunda fija un valor mínimo ya que, en todo caso, los inversores recibirán un importe no inferior al que habrían recibido en caso de liquidación de la entidad en el marco de un procedimiento concursal²¹. c) La tercera permite al FROB estipular que el pago del precio de recompra se reinvierta en la suscripción de acciones, cuotas participativas o aportaciones al capital social, según corresponda, de la propia entidad o de otra entidad de crédito por ella participada, o que dicho pago se realice en especie mediante la entrega de acciones o cuotas participativas disponibles en autocartera directa o indirecta de la entidad o de su entidad de crédito participada.

²¹ En relación con esta previsión, téngase en cuenta el documento publicado en la página web del FROB denominado “Orientación sobre metodología y procedimientos para determinar el valor económico y el valor liquidativo de una entidad de crédito al amparo de lo previsto en el R.D.L. 24/2012” de Octubre de 2012. Refiriéndose a los principios recogidos en el art. 4 de aquella norma y, en particular, a la previsión indicada en nuestro texto (contenida en el art. 42 del RD.L 24/2012, que se corresponde con el art. 44 de la Ley 9/1992), el Resumen ejecutivo (pág.4) dice que *“el método de liquidación se erige como un método de valoración obligatorio a efectos de cumplir lo recogido en los citados artículos”*. A modo de ejemplo, por la importancia sistémica que tiene en nuestro mercado financiero, podemos citar el ejemplo de la Resolución de 16 de abril de 2013, de la Comisión Rectora del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria, por la que se acuerdan acciones de recapitalización y de gestión de instrumentos híbridos y deuda subordinada en ejecución del Plan de Reestructuración de Grupo BFA-Bankia antes mencionada, que, en su Fundamento de Derecho Octavo, decía: *“En este sentido, resulta claro que el importe (siempre superior a cero) que van a recibir los acreedores (titulares de participaciones preferentes o deuda subordinada) tanto de BFA como de Bankia es superior al valor de liquidación que habrían podido obtener en el marco de un procedimiento concursal, dado que, por una parte, los valores liquidativos de las entidades aprobados por la Comisión Rectora el 7 de febrero de 2013 fueron de un valor negativo de cuarenta y nueve mil seiscientos treinta y cinco millones de euros (-49.635.000.000 €) para Bankia y de unos valores negativos en BFA de trece mil doscientos sesenta y siete millones de euros (-13.267.000.000 €) para el caso de considerar a Bankia como valor cero, y de sesenta y cuatro mil noventa y dos millones de euros (-64.092.000.000 €) para la consideración del valor liquidativo de Bankia; mientras que el valor nominal total de los instrumentos híbridos y deuda subordinada afectados por la acción asciende a seis mil novecientos once millones trescientos sesenta y dos mil doscientos noventa y siete euros (6.911.362.297 €). Asimismo, procede poner de manifiesto que según el informe emitido por el experto independiente sobre la valoración de los instrumentos híbridos de capital y deuda subordinada del Grupo BFA-Bankia «Si se atendiera a lo observado en mercado es posible que, para algunas de las emisiones, el valor que obtendrían los inversores fuera inferior al valor que, sin incorporar la prima de conversión correspondiente, se ha estimado en base a la metodología establecida en el Term Sheet para el Grupo BFA».*

3. Cualquier otra actuación que la entidad de crédito afectada podría haber realizado a través de una acción de gestión de instrumentos híbridos de capital y de deuda subordinada.

En este punto, hay que reseñar dos efectos comunes en la adopción por el FROB de estas acciones que son: en primer lugar, el FROB no se incluirá entre las personas especialmente relacionadas con el concursado persona jurídica a las que se refiere el art. 93.2 de la Ley Concursal a los efectos de calificar sus créditos como subordinados. En segundo término, para ejecutar las medidas, el FROB podrá adoptar los acuerdos sociales y realizar las actuaciones que fueran necesarias, ejerciendo las facultades mercantiles y administrativas (en particular, con su carácter ejecutivo) que le atribuyen específicamente los arts. 63 y ss. de la Ley 9/2012. A tal efecto, adviértase que –según a antes hemos constatado– el FROB está expresamente facultado para ejercer sus facultades administrativas generales en orden a “*realizar acciones de gestión de instrumentos híbridos de capital y de deuda subordinada*” (letra e del art. 64).

Por último, la conciencia de la inestabilidad del sistema financiero consustancial a su propia crisis en la que se enmarcan los planes de reestructuración y resolución de las entidades de crédito en general y, en particular, las acciones de gestión de los instrumentos híbridos que examinamos lleva a la Ley 9/2012 a prever la eventual modificación por el FROB de una acción de gestión de instrumentos híbridos de capital y de deuda subordinada (art. 48). Para conferir al FROB un amplio margen de discrecionalidad en la valoración de la situación, se condiciona tal modificación a la concurrencia de circunstancias excepcionales, entendiendo por tales: en particular, la persistencia de una situación de inestabilidad o una amenaza a la estabilidad de la entidad de crédito rescatada; o, en general, la existencia de una amenaza inminente a la estabilidad del sistema financiero en su conjunto. En cuanto al procedimiento, la modificación seguirá el generalmente previsto para la adopción por el FROB de este tipo de acciones (art. 46), con la publicidad consiguiente (art. 42) y su eficacia desde la fecha de publicación del acuerdo correspondiente en el BOE. En todo caso, será preciso un parecer previo del Banco de España que estime que es conveniente modificar los términos de la acción para afrontar mejor dicha situación. En la práctica, constatamos cómo las sucesivas modificaciones de los planes de resolución de algunas entidades han provocado la sucesión en el tiempo de distintas acciones de gestión de instrumentos híbridos²².

²² Así, por ejemplo, en el caso de las acciones de gestión de instrumentos híbridos de capital y deuda subordinada en relación con la primera emisión de bonos subordinados de Banco Gallego de 30.06.2003 en ejecución del plan de resolución de dicho Banco (Resolución de 20.06.2013 de la Comisión Rectora del FROB. BOE nº 149, 22.06.2013) y –tras la tercera modificación del Plan de resolución por acuerdo de la Comisión Rectora del FROB de 4 de julio de 2013– las acciones de gestión de instrumentos híbridos de capital y deuda subordinada y de ampliación de capital en ejecución del plan de resolución de Banco Gallego (Resolución de 30.09.2013 de la Comisión Rectora del FROB. BOE nº 235, 01.10.2013).

En la práctica, el FROB ha aplicado diversas acciones de gestión de instrumentos híbridos en función de la situación de cada entidad de crédito. Actuaciones que podemos clasificar en diversos tipos:

1. Canje de los instrumentos híbridos y deuda subordinada por acciones u obligaciones. Las actuaciones aplicadas por el FROB, tanto en los planes de reestructuración como de resolución, han distinguido dos colectivos de tenedores de instrumentos híbridos financieros y les han aplicado dos tipos de acciones que han exigido distinto grado de sacrificio atendiendo el criterio del tipo de instrumento financiero sobre el que recaiga, de tal modo que: a) A los tenedores de participaciones preferentes y deuda subordinada perpetua, se les ha obligado a canjearlas por acciones del banco correspondiente. b) A los tenedores de deuda subordinada a vencimiento, se les ha permitido elegir entre el canje por acciones del banco respectivo o por un instrumento de deuda senior con el mismo vencimiento y cupón cero²³.

2. Recompra obligatoria por la entidad de participaciones preferentes y deuda subordinada en circulación con inmediata reinversión por sus titulares en otros instrumentos según el tipo de inversores: a) Para los mayoristas, en acciones del

²³ Así ha sucedido, por ejemplo, respecto de planes de reestructuración: con las acciones de gestión de híbridos de capital y deuda subordinada en ejecución del Plan de Reestructuración de Liberbank, implementadas por Resolución de la Comisión Rectora del FROB de 5 de abril de 2013 (BOE nº 85, de 9.4.2013); y con las acciones de recapitalización y gestión de instrumentos híbridos de capital y deuda subordinada en ejecución del plan de reestructuración de Grupo BFA-BANKIA (Resolución de 16.4.2013 de la Comisión Rectora del FROB. BOE nº 93, 18.04.2013). Y, en cuanto se refiere a planes de resolución, con las acciones de gestión de instrumentos híbridos de capital y deuda subordinada en ejecución del Plan de Resolución de NCG Banco, S.A. aprobado el 27 de noviembre de 2012 por el FROB y el Banco de España y el 28 de noviembre de 2012 por la Comisión Europea (Resolución de 7.06.2013 de la Comisión Rectora del FROB. BOE nº 139, 11.06.2013); y las acciones de gestión de instrumentos híbridos de capital y deuda subordinada en ejecución del Plan de Resolución de Catalunya Banc, S.A., aprobado el 27 de noviembre de 2012 por el FROB y el Banco de España y el 28 de noviembre de 2012 por la Comisión Europea (Resolución de 7.06.2013 de la Comisión Rectora del FROB. BOE nº 139, 11.06.2013). A modo de ejemplo, por la importancia sistémica que tiene en nuestro mercado financiero, podemos citar el ejemplo de la Resolución de 16 de abril de 2013, de la Comisión Rectora del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria, por la que se acuerdan acciones de recapitalización y de gestión de instrumentos híbridos y deuda subordinada en ejecución del Plan de Reestructuración de Grupo BFA-Bankia antes mencionada, que, en su Fundamento de Derecho Octavo, decía: *“Por otra parte, si bien a los titulares de participaciones preferentes o deuda subordinada sin vencimiento se les impone la obligación de convertir sus valores en capital o instrumentos equivalentes de capital, a los titulares de deuda subordinada con vencimiento se les faculta, de acuerdo con el Term Sheet, para elegir la conversión de sus valores en: – Un instrumento de deuda senior con un vencimiento igual al de la deuda subordinada canjeada y cuyo valor de conversión se calculará aplicando al valor nominal de la deuda subordinada un recorte mensual del 1,5% desde el 1 de diciembre de 2012 hasta la fecha de vencimiento del valor. El instrumento de deuda senior tendrá cupón cero hasta el vencimiento. – En acciones de Bankia cuyo valor de conversión será el mayor entre el referenciado en el párrafo anterior y el resultante de la conversión en capital señalado anteriormente, con un límite máximo del 90%”*.

banco correspondiente. b) Para los minoristas, en bonos necesaria y contingentemente convertibles en acciones del banco correspondiente²⁴.

C) Valoración por el FROB del contenido e idoneidad de las acciones de gestión de los instrumentos híbridos y de la deuda subordinada.

La elección por el FROB de las medidas de gestión antes señaladas deberá venir precedida de una valoración por su parte de la idoneidad y —consiguientemente— de su contenido. El legislador ha querido que, también en este momento, el FROB goce de una amplia discrecionalidad y, por eso, ha establecido un conjunto de criterios que se expresan en forma de conceptos jurídica y económicamente indeterminados que afectan a los tres aspectos siguientes (art. 45)²⁵:

²⁴ Así ha sucedido con las acciones de gestión de instrumentos híbridos y deuda subordinada en ejecución del plan de resolución de Banco de Caja España de Inversiones, Salamanca y Soria, S.A. (Resolución de 16.05.2013 de la Comisión Rectora del FROB. BOE nº 119, 18.05.2013)

²⁵ A justificar la idoneidad de la medida de gestión de híbridos se dedicaba el Fundamento de Derecho Tercero de la Resolución de 11.2.2013 de la Comisión Rectora del FROB (BOE nº 37, 12.02.2013) por la que se acuerda implementar acciones de gestión de instrumentos híbridos y deuda subordinada en ejecución del plan de resolución de Banco de Valencia, S.A. A modo de ejemplo, por la importancia sistémica que tiene en nuestro mercado financiero, podemos citar el ejemplo de la Resolución de 16 de abril de 2013, de la Comisión Rectora del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria, por la que se acuerdan acciones de recapitalización y de gestión de instrumentos híbridos y deuda subordinada en ejecución del Plan de Reestructuración de Grupo BFA-Bankia antes mencionada, que, en su Fundamento de Derecho Octavo, decía: “*Por otra parte, en relación con el necesario cumplimiento de la valoración de la idoneidad y el contenido de la acción de gestión establecido en el artículo 45 de la Ley 9/2012, se debe partir de lo siguiente: 1) Del elevado volumen de apoyos públicos recibidos tanto previos como posteriores a la aprobación del Plan de Reestructuración. (...) 2) Procede tener en cuenta la relación entre las ayudas públicas concedidas al Grupo BFA-Bankia (veintidós mil cuatrocientos veinte cuatro millones de euros (22.424.000.000 €) y sus activos ponderados por riesgo (APRs). (...) 3) En lo que respecta a la viabilidad de la entidad sin dichas ayudas procede recordar que la imperiosa necesidad de las mismas hizo incluso que se anticipase la inyección de capital antes de que fuera determinado su importe final en el Plan de Reestructuración que debía someterse a la aprobación de las autoridades nacionales y comunitarias. (...) 4) En lo que respecta a la capacidad de la entidad para captar recursos propios en el mercado procede poner de manifiesto que el abultado valor económico negativo y los resultados negativos de la entidad habría hecho imposible que el mercado, sin la inyección de las ayudas públicas de continua referencia, hubiera confiado en la capacidad de la misma para recuperar su solvencia, y la cobertura de esas necesidades de capital a través de colocaciones privadas. 5) Sobre el importe que recibirían los titulares de híbridos y de deuda subordinada en una eventual liquidación y a falta de ayudas públicas, procede señalar que la elevada cifra de liquidación negativa determina que a los tenedores de híbridos y de deuda subordinada con un nominal de seis mil novecientos once millones trescientos sesenta y dos mil doscientos noventa y siete euros (6.911.362.297 €) les habría resultado imposible recuperar algo de su inversión. 6) Tal y como se señaló anteriormente en relación con el valor de mercado de los instrumentos de continua referencia, el experto independiente encargado de efectuar dicha valoración puso de manifiesto que para algunas de las emisiones, el valor que obtendrían los inversores sería inferior al valor que, sin incorporar la prima de conversión correspondiente, se ha estimado en base a la metodología establecida en el Plan de Reestructuración del Grupo, lo que determina el adecuado trato que a las emisiones se ha dado y la proporcionalidad de los sacrificios exigidos a los tenedores. 7) Por último, la imposición obligatoria se sustenta en la imposibilidad de llevar a cabo cualquier acción voluntaria en términos diferentes y mejores, así*

1. A los propios instrumentos afectados por la acción. En concreto: a la proporción que representan los instrumentos híbridos de capital y de deuda subordinada de la entidad de crédito con respecto al total de activos de esta; al importe que recibirían sus titulares en caso de disolución y liquidación de esta y a falta de ayudas públicas; al valor de mercado de aquellos instrumentos.
2. A las ayudas públicas percibidas o que vaya a percibir la entidad crédito rescatada. En concreto: al importe de las mismas, a su forma de instrumentación (en particular, si la entidad ha recibido o va a recibir apoyo financiero en forma de capital social), a la proporción que representan las ayudas públicas percibidas o comprometidas con respecto a los activos ponderados por riesgo de la entidad, a la viabilidad de la entidad de crédito sin dichas ayudas.
3. A la situación general de la entidad de crédito rescatada. En particular: a su capacidad actual y futura para captar recursos propios en el mercado; a la efectividad obtenida o que podría obtener una acción de gestión de este tipo de instrumentos llevada a cabo por la propia entidad; al grado de probabilidad con que los inversores aceptarían voluntariamente las medidas posibles, teniendo en cuenta, además, el perfil mayoritario de las inversiones en cada una de las emisiones a las que vaya a afectar la acción.

D) Publicidad y efectividad de las acciones.

La transparencia de la acción de gestión de los instrumentos híbridos por el FROB ante las partes interesadas y el mercado financiero en general se logra imponiendo los siguientes deberes a las partes implicadas: a) Al FROB se le imponen los deberes de notificar con carácter inmediato a la entidad de crédito afectada y al Ministerio de Economía y Competitividad la ejecución de la acción acordada y de publicar el contenido del acuerdo correspondiente en el BOE y en la página web del propio FROB. B) A la entidad de crédito afectada se le impone el deber de asegurar el conocimiento del contenido de la acción acordada por el FROB por los inversores afectados mediante la publicación de la acción en su página web y, en su caso, como hecho relevante en la página web de la CNMV y en el boletín de cotización de los mercados en los que los valores afectados estén admitidos a negociación. La efectividad del acuerdo se produce desde la fecha de su publicación en el BOE.

E) Blindaje de las acciones.

Las acciones de gestión de instrumentos híbridos acordadas por el FROB de forma imperativa por razones de interés público (básicamente, la estabilidad del sistema financiero en general y de las entidades de crédito afectadas en particular) pueden afectar a los derechos legítimamente adquiridos o a las expectativas de

como en la necesidad de dotar de la mayor agilidad y transparencia a la actuación, como se pasa de manera inmediata a explicar. En atención a lo expuesto, la valoración de los elementos contenidos en el artículo 45 de la Ley 9/2012 hace idónea la acción planteada”.

derechos tanto de los inversores afectados como de terceros de modo tal que el respeto de aquellos derechos impediría la efectividad de tales acciones. Es por ello por lo que la Ley 9/2012 establece una serie de mecanismos que, mediante la limitación de los derechos normales de ambos colectivos, “blindan” al FROB y a la propia entidad de crédito afectada frente a la reclamaciones derivadas de aquellos grupos de personas –físicas o jurídicas- afectadas. Estas medidas de blindaje son:

1. Respeto de los derechos de los inversores afectados.

Los titulares de instrumentos híbridos de capital y de deuda subordinada afectados tienen limitada su capacidad de acción en dos sentidos²⁶:

a) En cuanto se refiere a las decisiones y los acuerdos que haya adoptado el FROB en ejercicio de sus facultades mercantiles (art. 63), podrán interponer los recursos con los límites legales específicos (art. 71). Fuera de estos recursos, no podrán iniciar ningún otro procedimiento de reclamación de cantidad con base en un incumplimiento de los términos y condiciones de la emisión correspondiente, si dichos términos han sido afectados por una acción de gestión de instrumentos híbridos de capital y de deuda subordinada acordada por el FROB y la entidad está cumpliendo con su contenido (art. 49.1).

b) En cuando se refiere a las decisiones y actos administrativos dictados por el FROB en esta materia de gestión de instrumentos híbridos en uso de sus facultades administrativas (arts. 64 y ss.), podrán interponer recurso contencioso-administrativo con las especialidades legalmente establecidas (art. 73). Fuera de estos recursos, los titulares de instrumentos híbridos de capital y de deuda subordinada afectados no podrán reclamar de la entidad ni del FROB ningún tipo de compensación económica por los perjuicios que les hubiera podido causar la ejecución de una acción de gestión de instrumentos híbridos de capital y de deuda subordinada (art. 49.2).

²⁶ En la práctica reciente es interesante constatar el Hecho Relevante comunicado a la CNMV por Unicaja Banco SAU el pasado 28 de enero de 2014 en el que da cuenta del resultado de la oferta de canje de acciones y bonos necesaria y contingentemente convertibles de Banco CEISS por acciones, bonos necesaria y contingentemente convertibles y bonos perpetuos, contingentemente convertibles de Unicaja Banco dentro del plan de resolución de Banco CEISS. En concreto, tanto el propio Banco CEISS como Unicaja Banco dan cuenta, en sendos Hechos Relevantes de 28 de enero de 2014, de la distinta suerte que corrieron sendas condiciones que estableció Unicaja Banco para la efectividad de aquella oferta de canje porque, por una parte, se cumplió la condición de aceptación mínima de aquella oferta de canje por los accionistas de Banco CEISS (99,16%), pero no se cumplió la condición de aceptación mínima del conjunto de accionistas y obligacionistas de Banco CEISS (60,66%). El Hecho Relevante da cuenta de la consiguiente modificación del plan de resolución de Banco CEISS, del que destacamos la línea básica consistente en “*la distribución entre el FROB y Banco CEISS de los efectos negativos que pudiesen tener los procedimientos de reclamación de titulares de bonos necesaria y contingentemente convertibles de Banco CEISS no aceptantes de la oferta*” de modo tal que el FROB asumirá el 71% de dicho impacto y Banco CEISS el 29% restante. Esta eventualidad obedece a que, al no tratarse de una acción de gestión de instrumentos híbridos en sentido estricto, no goza de los blindajes que exponemos en el texto.

Dado que, según hemos visto, la práctica totalidad de las acciones de gestión de instrumentos híbridos y deuda subordinada han sido acordadas de forma obligatoria por el FROB en el ejercicio de sus facultades administrativas; se plantea el grave problema de que los titulares de aquellos instrumentos financieros se vean sometidos a las consecuencias de las acciones de gestión como parte de los denominados “ejercicios de responsabilidad subordinada”, sin que, en muchas ocasiones, se den los presupuestos generales para exigirles responsabilidad alguna porque: Primero, no han actuado de forma negligente al suscribirlos o adquirirlos, ya que difícilmente se puede imputar negligencia al inversor minorista que adquirió aquellos instrumentos confiando en la entidad de crédito emisora que se los vendía, con los folletos respectivos convenientemente registrados ante la CNMV. Segundo, tampoco cabe hablar de daño causado a la entidad de crédito emisora -y después rescatada- cuando aquellos inversores minoristas no hicieron otra cosa que aportar fondos que nutrieron –en distinta medida- sus recursos propios (aun cuando finalmente no hayan sido suficientes para evitar el rescate). Y, por último, la relación de causalidad eficiente entre la conducta de aquellos inversores y la necesidad de rescate de las entidades de crédito emisoras de los instrumentos financieros también brilla también por su ausencia ya que la causa principal de aquella necesidad de ayuda pública de rescate la encontramos en una gestión negligente de los administradores de aquellas entidades de crédito, tal y como se constata en las numerosas Sentencias que la Sección 6ª de la Sala de lo Contencioso-Administrativo de la Audiencia Nacional ha dictado confirmando las sanciones disciplinarias a aquellos gestores²⁷. Porque no se nos diga que la causa eficiente de la necesidad del rescate público está en la crisis financiera global que, desde el año 2008, asola los mercados porque otros tipos de entidades de crédito (los bancos) han sorteado la crisis sin necesidad de rescate público alguno. Por lo tanto, nos encontraríamos con que aquella denominada “responsabilidad subordinada” de la que habla el Memorando y la Ley 9/2012 sería una suerte de responsabilidad de los inversores minoristas que suscribieron o compraron aquellos instrumentos híbridos u obligaciones subordinadas que hoy se someten a las acciones de gestión obligatorias por hecho ajeno (de los gestores negligentes de las entidades de crédito emisoras), sin que conste título de imputación semejante a los del art. 1903 de nuestro Código Civil.

Al tiempo, se plantea un problema de justicia distributiva que impide ignorar que una defensa a ultranza de estos titulares de híbridos financieros no puede llevarnos a desconocer que existen, al menos, dos grupos de personas (físicas y jurídicas) que sufrirán las consecuencias de los rescates sin previa implicación -ni tan siquiera indirecta o remota, como si sucede con los titulares de instrumentos híbridos y deuda subordinada- en los riesgos de la actividad de la entidad de crédito rescatada. Primero, encontramos a los contribuyentes en general, que han sido por completo ajenos a la génesis de las crisis de las entidades de crédito

²⁷ Basta citar, a modo de ejemplo y entre las recientes, la Sentencia de 29 de octubre de 2013 (JUR 2013/338707, en el caso de los gestores de la Caja de Ahorros de Castilla-La Mancha y la Sentencia de 16 de octubre de 2013 (JUR 2013/324565, en el caso de los gestores de la CAJASUR.

emisoras y soportarán –vía impositiva- una parte muy importante del coste del rescate. Segundo, hallamos a los acreedores de aquellas entidades que pueden serlo por vía de empréstitos (obligacionistas comunes) y que también soportarán parte de aquel coste.

Una solución –parcial- a esta necesidad de coordinar los intereses públicos con los privados merecedores de tutela la encontramos en el ejercicio por parte de los inversores minoristas que adquirieron las participaciones preferentes o la deuda subordinada de las acciones de nulidad de los negocios de adquisición por error invalidante de su consentimiento “ex” art. 1265 de nuestro Código Civil. Se trata de un mecanismo de ajuste radical e individualizado de las consecuencias injustas de las acciones obligatorias de gestión de aquellos instrumentos financieros. Y decimos que es radical tanto porque anticipa el momento de aplicar la corrección al tiempo en el que aquellos instrumentos se adquirieron, de modo tal que, cuando llegan las acciones de gestión, los instrumentos ya no pertenecen a aquellos inversores, sino que han vuelto a manos de la entidad emisora que ha debido restituir lo invertido a sus titulares iniciales; como porque ataca la “raíz” de aquella eventual injusticia, que es el engaño en aquella adquisición, para lo cual debe operar de forma individualizada porque es manifiesto que nuestros tribunales han estimado las acciones de nulidad ejercitadas por inversores minoristas que acreditaron el error padecido y no por quienes adquirieron los instrumentos financieros híbridos o la deuda subordinada con perfecto conocimiento de lo que hacían²⁸. Aun cuando ésta resulta ser una corrección adecuada al problema señalado; no debemos olvidar que esta solución vacía parcialmente de contenido las acciones obligatorias de gestión de instrumentos híbridos y deuda subordinada por el FROB y, con ello, reduce la repercusión del coste público del rescate sobre el colectivo de titulares de aquellos instrumentos.

2. Respecto de los derechos de terceros.

En cuanto se refiere a los terceros distintos de los titulares de los instrumentos afectados por las acciones de gestión, se establece la ficción legal de que estas acciones acordadas o decididas por el FROB, así como las actuaciones de la entidad de crédito dirigidas al cumplimiento de las mismas, no se considerarán causas de incumplimiento o vencimiento anticipado de las obligaciones que mantenga la entidad de crédito con dichos terceros y que, por lo tanto, estas acciones de gestión de instrumentos híbridos no modificarán, suspenderán ni

²⁸ En este sentido, nos remitimos a nuestros estudios TAPIA HERMIDA, A.J., “*Jurisprudencia de Audiencias Provinciales sobre responsabilidad de los bancos por falta de información adecuada en la comercialización de instrumentos financieros complejos*”, RDBB 115, 2009, págs. 236 y ss.; “*Doctrina jurisprudencial sobre productos financieros complejos: la Sentencia de la Sala Primera de lo Civil del Tribunal Supremo de 22 de diciembre de 2009*”, RDBB 118, 2010, págs. 259 y ss.; “*Jurisprudencia reciente de Audiencias Provinciales sobre demandas de nulidad por error en la comercialización de productos financieros por los bancos*”, **RDBB nº 124, 2011, pág. 273 y ss.** “*La jurisprudencia reciente sobre comercialización de contratos e instrumentos financieros complejos por los bancos: La justicia del caso concreto*”, **RDBB nº 129, 2013, pág. 326 y ss. y.**

extinguirán las relaciones de la entidad de crédito con terceros ni otorgarán nuevos derechos ni impondrán nuevas obligaciones a la entidad de crédito frente a aquellos. En particular, tales acciones acordadas por el FROB y las actuaciones de la entidad de crédito en cumplimiento y ejecución de las mismas, no podrán alegarse por terceros como un supuesto de alteración del rango del orden del pago de la deuda de la entidad, a efectos de su invocación para el ejercicio por los mismos de acciones procesales (art. 50).

F) Régimen sancionador.

El legislador ha sido consciente de que las acciones de gestión de los instrumentos híbridos emitidos por las entidades de crédito rescatadas son un elemento esencial para el buen fin de los planes de reestructuración o resolución de aquellas entidades; convicción esta que la práctica ha confirmado cuando vemos que una parte esencial de la ejecución de aquellos planes ha estado constituida por acciones obligatorias realizadas por el FROB como actos administrativos. Por ello, ha establecido un sistema institucional de protección de las disposiciones que regulan tales acciones que parte de la declaración general de las normas contenidas en el Capítulo VII de la Ley 9/2012 –que trata de la “gestión de instrumentos híbridos”- como normas de ordenación y disciplina a los efectos de la Ley 26/1988 y se completa con dos previsiones específicas:

a) En primer lugar, considera infracción muy grave el incumplimiento o la obstaculización de la ejecución de una acción de gestión de instrumentos híbridos de capital y de deuda subordinada acordada por el FROB; así como la revelación o difusión por cualquier medio de los términos y condiciones de una propuesta de acción de gestión de instrumentos híbridos de capital y de deuda subordinada antes de que sea efectivamente acordada por dicho Fondo.

b) En segundo término, dado que gran parte de las emisiones de los instrumentos híbridos afectados por las acciones de gestión voluntarias u obligatorias han sido realizadas por filiales de las entidades de crédito rescatadas, levanta el velo de la personalidad de tales entidades para declarar que las entidades de crédito afectadas por estas acciones de gestión responderán de las actuaciones de cualquiera de sus entidades íntegramente participadas que sean emisoras de los valores incluidos dentro del ámbito de aplicación de aquellas acciones.

VI. CONCLUSIONES.

1ª. Las acciones de gestión de instrumentos híbridos de capital y deuda subordinada emitidos por las entidades de crédito sometidas a procesos de reestructuración o resolución rescatadas se justifica por la necesidad de que sus titulares asuman su cuota-parte del coste público del rescate, reduciendo la carga que debe soportar el contribuyente, mediante ejercicios voluntarios y, en su caso, obligatorios de la denominada “responsabilidad subordinada”.

2ª. La efectividad de las acciones de gestión de instrumentos híbridos y de deuda subordinada se pretende garantizar mediante dos mecanismos de contextualización: positiva o por inclusión, identificándolas como medidas de saneamiento a efectos de lo dispuesto en la Ley 6/2005, de 22 de abril, sobre saneamiento y liquidación de las entidades de crédito; y negativa o por exclusión, exceptuando estas acciones de los efectos colaterales indeseables tanto para las propias acciones como para los sistemas en que se negocian y liquidan los instrumentos sobre los que recaen y de los requisitos para la comercialización o colocación entre clientes o inversores minoristas de emisiones de participaciones preferentes, instrumentos de deuda convertibles o financiaciones subordinadas computables como recursos propios.

3ª. En un primer momento, se pretende que las acciones de gestión de instrumentos híbridos de capital y deuda subordinada incluidas en los planes de reestructuración o resolución sean voluntariamente adoptadas por las partes implicadas en la relación jurídica subyacente a la emisión de los instrumentos híbridos afectados, que son la entidad de crédito emisora y los inversores titulares de aquellos instrumentos.

4ª. La insuficiencia de las acciones voluntarias de gestión de instrumentos híbridos de capital y deuda subordinada conducirá a la imposición de acciones obligatorias por el FROB, cuyo carácter imperativo producirá sus efectos sobre la posición jurídica del propio FROB que las adopta, la de las entidades de crédito emisoras de aquellos instrumentos y la de los inversores que los adquirieron.

5ª. La elección por el FROB de las medidas de gestión de instrumentos híbridos de capital y deuda subordinada deberá venir precedida de una valoración por su parte de su idoneidad y contenido conforme a los criterios legalmente establecidos.

6ª. Las acciones de gestión de instrumentos híbridos de capital y deuda subordinada pueden implicar, básicamente, la modificación de las condiciones de emisión o su recompra por la entidad emisora, al precio fijado por el FROB conforme a los criterios legalmente establecidos, y la obligatoria reinversión de los fondos recibidos por parte de sus titulares en acciones u obligaciones de la entidad de crédito rescatada.

7ª. La necesaria efectividad de las acciones de gestión de instrumentos híbridos de capital y deuda subordinada –con el consiguiente reparto del coste del rescate y la minimización del impacto sobre los contribuyentes- exige la limitación de los derechos habituales de sus titulares o de terceros.